

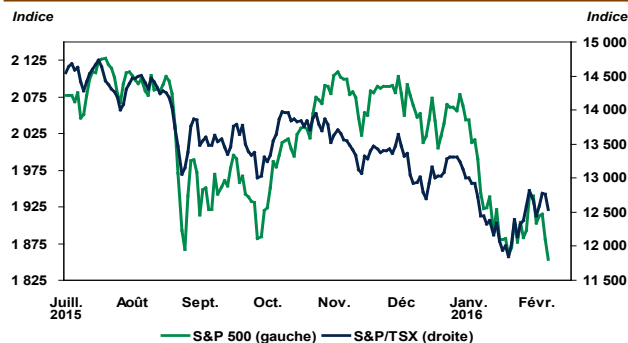
Le difficile début d'année confirme que les taux resteront très bas

FAITS SAILLANTS

- Début d'année difficile sur les marchés financiers.
- Les politiques monétaires demeureront très expansionnistes.
- La baisse des prix du pétrole réduit les perspectives de croissance canadienne.
- Trop tôt pour un rebond durable du dollar canadien.
- Le pétrole donne des tracas aux Bourses.

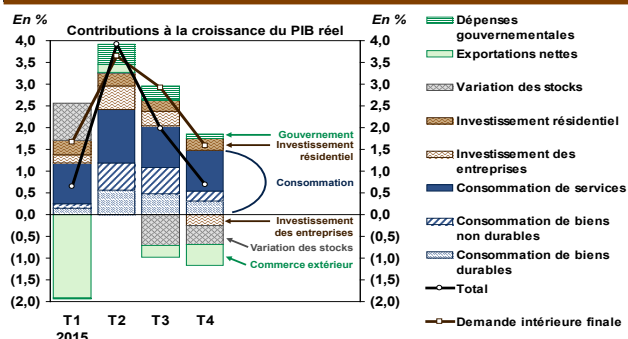
- **Nouveau vent de panique sur les marchés.** Une nouvelle chute des prix du pétrole et de la Bourse chinoise a fait bondir les inquiétudes des investisseurs au commencement de 2016. Partout sur la planète, les Bourses ont fortement reculé au cours des premières semaines de janvier (graphique 1). Les interventions des banques centrales ont permis aux Bourses de remonter quelque peu, mais la volatilité demeure très élevée sur les marchés.
- **Faible croissance de l'économie américaine à la fin de 2015.** Le PIB réel américain a augmenté de seulement 0,7 %, à rythme annualisé, au quatrième trimestre. Cette faible progression s'explique surtout par les difficultés du commerce extérieur ainsi que par le recul des investissements des entreprises, particulièrement dans le secteur de l'énergie (graphique 2). Sur l'ensemble de 2015, l'économie américaine a tout de même progressé de 2,4 % grâce à une bonne hausse des dépenses de consommation des ménages. Une croissance similaire est prévue pour 2016.
- **Les banques centrales seront très prudentes.** Les autorités monétaires ne sont pas indifférentes face aux difficultés des marchés financiers et aux perspectives plus basses pour les prix du pétrole et l'inflation. La Banque du Japon a déjà mis en place une politique de taux négatifs et la Banque centrale européenne a clairement signalé qu'elle assouplirait davantage sa politique monétaire en mars. Les dirigeants de la Réserve fédérale paraissent aussi inquiets et tout indique que la remontée des taux directeurs américains sera encore plus graduelle que prévu précédemment.
- **Une fin d'année difficile au Canada, mais l'évolution du secteur extérieur est encourageante.** Après un rebond à l'été, l'économie canadienne semble avoir stagné au quatrième trimestre de 2015. La nouvelle chute des cours

Graphique 1 – Les Bourses connaissent une période difficile qui rappelle celle de la fin de l'été dernier



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – L'économie américaine a ralenti à la fin de 2015



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

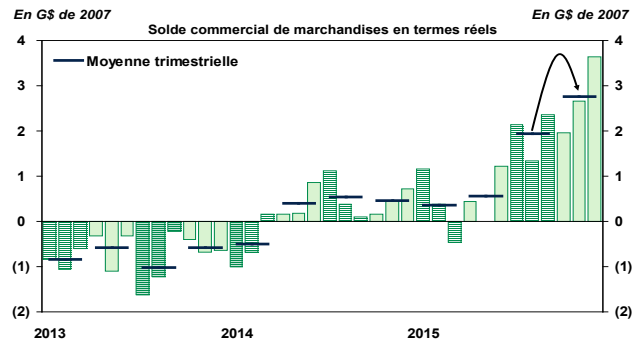
Hendrix Vachon
Économiste senior

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

pétroliers laisse entrevoir que les difficultés du secteur énergétique se poursuivront. Nous avons ainsi revu à la baisse nos perspectives de croissance canadienne pour 2016. La faiblesse du huard et la robustesse de la demande américaine devraient toutefois continuer de favoriser le secteur extérieur canadien (graphique 3).

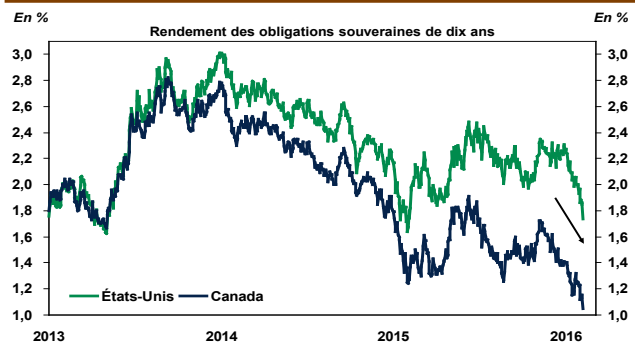
- **La Banque du Canada (BdC) paraît plus hésitante à agir.** Malgré la baisse des prix du pétrole, la BdC a opté pour le *statu quo* en décembre. Elle semble miser sur la faiblesse du dollar canadien et sur les mesures du prochain budget fédéral pour compenser les difficultés accrues du secteur énergétique. Un très long *statu quo* demeure le scénario le plus probable pour la politique monétaire canadienne, mais une baisse de taux pourrait survenir en cas de détérioration supplémentaire des perspectives économiques.
- **Les taux obligataires ont chuté, mais les primes de financement augmentent.** Les événements des dernières semaines ont fait fortement reculer les taux obligataires nord-américains (graphique 4). Les inquiétudes accrues entraînent cependant aussi une hausse marquée des primes de risque, ce qui affecte directement les coûts de financement des institutions financières canadiennes. Cela explique que les taux de détail ont peu bougé et que certains taux promotionnels ont même légèrement augmenté.
- **Peu de changement en vue pour les taux de détail.** Les derniers événements renforcent l'idée que les taux obligataires demeureront très faibles au cours des prochains trimestres. L'évolution des tensions financières et des forces concurrentielles pourrait entraîner de légères modifications des taux de détail, mais, dans l'ensemble, ces derniers devraient demeurer longtemps près des niveaux actuels.

Graphique 3 – Le solde commercial de biens s'est de nouveau amélioré au quatrième trimestre de 2015



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Les taux obligataires ont fortement diminué



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 1
Prévisions : taux de détail

	Taux d'escompte (1)	Taux préférentiel (1)	Hypothèques (1)			Épargne à terme (1) (2)		
			1 an	3 ans	5 ans	1 an	3 ans	5 ans
Réalisé – fin de mois								
Août 2015	0,75	2,70	2,89	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Sept. 2015	0,75	2,70	2,89	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Oct. 2015	0,75	2,70	2,89	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Nov. 2015	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Déc. 2015	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Janvier 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
8 février 2016	0,75	2,70	3,14	3,39	4,74	0,85	1,05	1,50
Prévisions								
Fin de trimestre								
2016 : T1	0,50–0,75	2,45–2,70	2,89–3,39	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,80–1,30	1,25–1,75
2016 : T2	0,50–0,75	2,45–2,70	2,89–3,39	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,80–1,30	1,25–1,75
2016 : T3	0,50–0,75	2,45–2,70	2,89–3,39	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,80–1,30	1,25–1,75
2016 : T4	0,50–1,00	2,45–2,95	2,89–3,39	3,14–3,64	4,49–4,99	0,60–1,10	0,80–1,30	1,25–1,75
Fin d'année								
2017	0,50–1,50	2,45–3,45	2,85–3,65	3,50–4,30	4,49–5,15	0,60–1,30	0,80–1,50	1,25–1,95
2018	1,50–2,50	3,45–4,45	3,45–4,25	4,00–4,80	4,65–5,45	0,60–1,40	0,95–1,75	1,35–2,15
2019	1,25–2,25	3,20–4,20	3,15–3,95	3,60–4,40	4,49–5,15	0,60–1,25	0,80–1,50	1,25–1,95

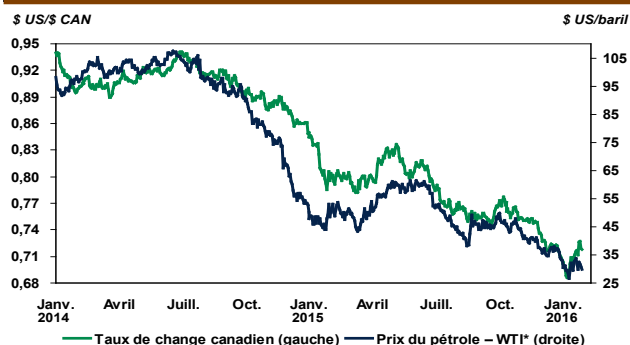
Note : Les prévisions sont représentées à l'aide d'une fourchette. (1) Prévisions de fin de trimestre; (2) Non rachetable (annuel).
Source : Desjardins, Études économiques

DOLLAR CANADIEN

Trop tôt pour un rebond durable du dollar canadien

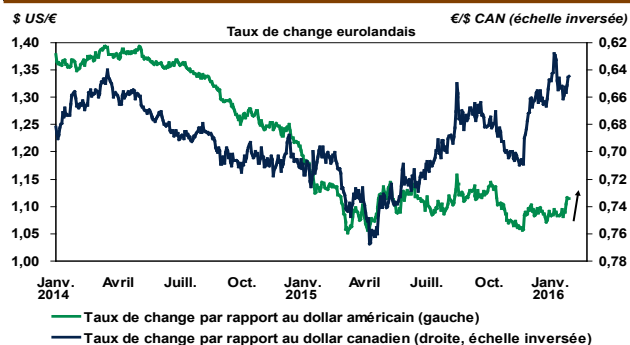
- Les premières semaines de l'année ont été difficiles pour le dollar canadien qui a atteint un creux de 13 ans le 20 janvier à 0,6808 \$ US. La faiblesse des prix du pétrole et la baisse des anticipations d'assouplissement monétaire au Canada ont été les principaux éléments derrière cette faiblesse. Un vent plus favorable a néanmoins soufflé sur le huard ces dernières semaines avec notamment la remontée des prix du pétrole (graphique 5). Un autre point favorable a été le ton rassurant adopté par la Banque du Canada à sa rencontre du 21 janvier, ce qui a forcé les marchés à revoir leurs anticipations à l'égard des taux directeurs. Le dollar canadien aurait vraisemblablement aggravé sa chute si une autre baisse de taux avait été décrétée.
- En ce qui a trait aux autres devises, on remarque que le dollar américain connaît des difficultés depuis quelques semaines en raison de la faiblesse de certains indicateurs publiés aux États-Unis et du sentiment que la Réserve fédérale ne pourra pas augmenter ses taux directeurs comme prévu. Pendant plus d'un an, la vigueur du billet vert s'est essentiellement expliquée par la divergence attendue entre la politique monétaire américaine et celle des autres principales banques centrales. Si moins de divergence implique un billet vert plus faible, la plus forte demande pour les valeurs refuges limite par contre le mouvement baissier. La nouvelle donne fait tout de même mieux paraître plusieurs devises, incluant le dollar canadien. L'euro s'est réapprécié aux alentours de 1,12 \$ US récemment (graphique 6), et ce, malgré le fait que la Banque centrale européenne devrait annoncer d'autres mesures d'assouplissement monétaire en mars. Par rapport au dollar canadien, l'euro s'est légèrement déprécié au cours des dernières semaines.
- Prévisions :** Le dollar canadien risque davantage de retomber à court terme. Nous estimons qu'il est trop tôt pour observer un rebond durable des prix du pétrole. Par ailleurs, le pessimisme à l'égard de l'économie américaine apparaît exagéré, laissant entrevoir un regain de vie du billet vert au cours des prochains mois. Plus tard dans l'année, le dollar canadien devrait bénéficier d'une nouvelle tendance haussière des prix du pétrole, cette fois durable, ce qui ramènerait le taux de change aux alentours de 0,73 \$ US. Le huard devrait également s'apprécier par rapport à l'euro.

Graphique 5 – Le dollar canadien reste très corrélé aux mouvements de prix du pétrole



* West Texas Intermediate.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Léger rebond de l'euro sur fond de faiblesse du dollar américain



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Déterminants	Court terme	Long terme
Prix du pétrole	→	↗
Prix des métaux	→	↗
Écarts des taux d'intérêt	↘	→

Tableau 2
Prévisions : devises

Fin de période	2015		2016				2017			
	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
\$ US par \$ CAN	0,7510	0,7225	0,6900	0,7100	0,7200	0,7300	0,7300	0,7400	0,7500	0,7700
\$ CAN par \$ US	1,3315	1,3841	1,4493	1,4085	1,3889	1,3699	1,3699	1,3514	1,3333	1,2987
\$ CAN par €	1,4863	1,5035	1,5652	1,4930	1,4583	1,4110	1,4247	1,4189	1,4267	1,4156
\$ US par €	1,1162	1,0863	1,0800	1,0600	1,0500	1,0300	1,0400	1,0500	1,0700	1,0900
\$ US par £	1,5148	1,4739	1,4400	1,4600	1,4800	1,4900	1,5100	1,5200	1,5300	1,5500

Sources : Datastream, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

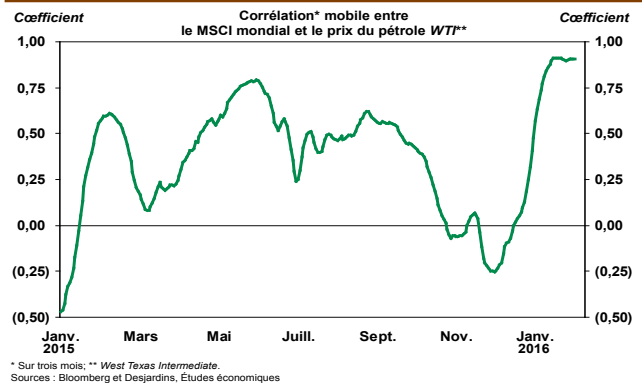
p : prévisions

RENDEMENT DES CLASSES D'ACTIFS

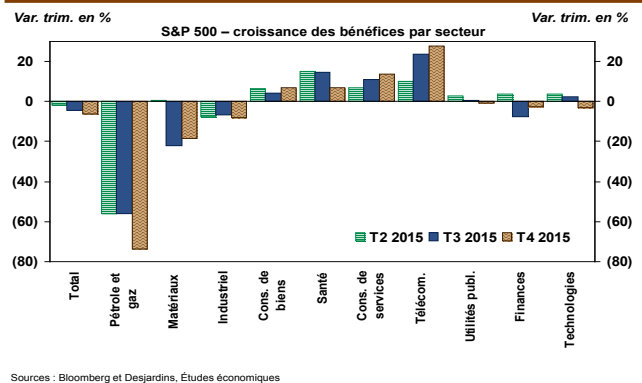
Le pétrole donne des tracas aux Bourses

- C'est un mois de janvier bien mouvementé qui s'est conclu sur les marchés boursiers.** L'indice MSCI mondial a conclu le mois avec un recul de 4,6 %, mais ce résultat reflète le bond spectaculaire des marchés mondiaux après l'annonce-surprise de la Banque du Japon le 29 janvier. La veille de cette surprise, l'indice MSCI s'orientait plutôt vers le pire mois de janvier depuis la crise financière. La tourmente n'a pas été confinée au marché des actions. Sur le marché des changes, après une année 2015 déjà turbulente, de nombreuses devises ont subi d'importantes dépréciations durant le mois. Les titres de crédit, comme les obligations des sociétés ou encore les obligations provinciales, n'ont pas été épargnés.
- Sur le marché des actions, la débâcle de janvier était initialement concentrée en Chine, mais elle s'est propagée aux autres Bourses, notamment en Europe.** Seuls les signaux des banques centrales sont parvenus à calmer l'humeur des marchés. Par exemple, l'indice MSCI Europe a enregistré ses deux meilleurs gains lors des séances du 22 janvier, alors que Mario Draghi a clairement ouvert la porte à de nouvelles mesures de stimulation, et du 29 janvier, après l'entrée du Japon dans l'univers de taux négatifs. Un phénomène similaire s'est d'ailleurs observé aux États-Unis. La descente effrénée du prix du pétrole a constitué le vecteur commun de ce mouvement concerté. Il a touché un creux intrajournalier de 26,19 \$ US le 20 janvier, un creux vieux de 2003. Témoignant de l'emprise du pétrole sur le sentiment des investisseurs, la corrélation entre le prix du brut et l'indice MSCI mondial s'est approchée de 1 durant le mois (graphique 7).
- La particularité de la dégringolade boursière de 2016 est qu'elle est allée à l'encontre des orientations fondamentales, à tout le moins celles observées dans la plupart des pays avancés.** En Europe, les indicateurs de haute fréquence continuent de faire état d'une économie qui progresse, même si à un rythme lent. Aux États-Unis, le secteur industriel affronte des vents contraires en raison de la vigueur du dollar et des ajustements prononcés dans le secteur de l'extraction pétrolière. Toutefois, l'économie continue de générer des emplois à un rythme satisfaisant et les salaires progressent.
- L'une des ombres au tableau réside dans les profits du S&P 500, qui s'orientent vers une troisième contraction d'affilée pour le quatrième trimestre.** Les actions d'entreprises reliées aux matières premières continuent d'expérimenter les chutes les plus lourdes de profits, mais on note que des secteurs jusque-là résistants, comme la finance et la technologie, affichent désormais des rendements en baisse (graphique 8). Certains observateurs voient en cette atonie des profits un signal de récession économique aux États-Unis. Ceci découle du fait que les récessions des profits ont souvent été accompagnées de récessions proprement dites. Toutefois, plusieurs phases baissières des profits ont aussi eu lieu sans être accompagnées d'une

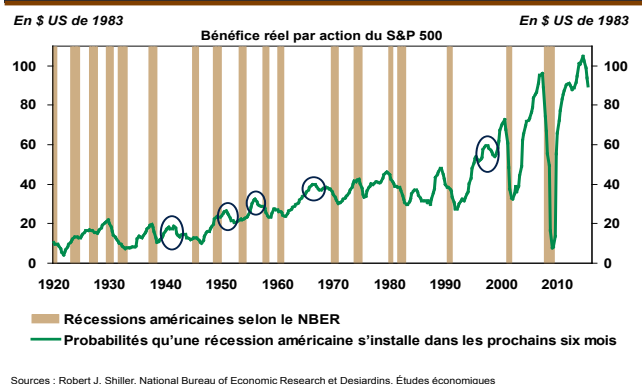
Graphique 7 – Les mouvements des Bourses mondiales ont été synchronisés avec ceux du pétrole récemment



Graphique 8 – Plusieurs secteurs affichent une contraction de leurs profits



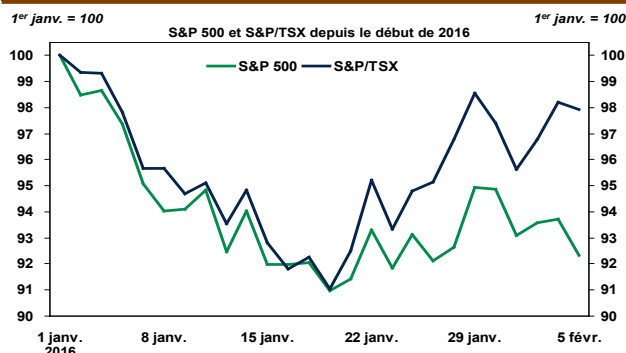
Graphique 9 – Il y a eu plusieurs points de retournement des profits sans qu'une récession ne soit imminente



récession (graphique 9 à la page 4). Les récessions surviennent presque invariablement après une surchauffe et un important resserrement monétaire, mais le contexte actuel ne présente pas ces caractéristiques. Notre cible de rendement s'établit à 7,0 % pour la Bourse américaine.

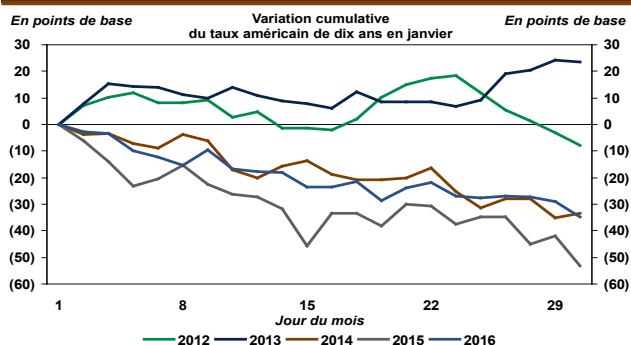
- **Contre toute attente, la Bourse canadienne performe mieux que la Bourse américaine depuis le début de l'année** (graphique 10). Il faut dire que le poids des titres associés aux matières premières dans l'indice a beaucoup diminué étant donné la saignée qu'ont subie ces titres au cours des quelque 18 derniers mois. Ces secteurs demeurent évidemment dans un état moribond, mais on dénote des signes intéressants de résilience du côté de la consommation de base et des services d'utilité publique. Le gouvernement fédéral s'apprête à mettre de l'avant un programme étoffé de stimulation économique et à bonifier les dépenses annuelles en infrastructures. Ceci pourrait donner un peu de tonus à certains secteurs, comme les matériaux, surtout si la composition du programme comportait un volet d'infrastructures de transport plus imposant par rapport à la promesse qu'avait faite le Parti libéral dans sa plateforme électorale.
- **Malgré une première décision de la Réserve fédérale (Fed) de hausser ses taux directeurs en décembre, le climat d'aversion au risque qui a sévi tout au long du mois de janvier a été hautement profitable aux obligations.** Il ne s'agit pas d'un phénomène nouveau en janvier. En 2014 et en 2015, le taux américain de dix ans avait chuté dans des proportions similaires (graphique 11). Les taux devraient tout de même remonter, alors que la Fed poursuivra son resserrement monétaire en décrétant deux hausses de taux directeurs durant l'année. Cela devrait limiter le gain de la classe obligataire à 1,0 %.

Graphique 10 – Le S&P/TSX se porte mieux que le S&P 500 depuis le début de l'année



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 – Pour une troisième année de suite, les taux dégringolent en janvier



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Tableau 3
Rendement en pourcentage des classes d'actifs

	<i>Encaisse</i>	<i>Obligations</i>	<i>Actions canadiennes</i>	<i>Actions américaines</i>	<i>Actions internationales</i>	<i>Taux de change</i>
Fin d'année	Bons du Trésor trois mois	Indice obligataire*	Indice S&P/TSX**	Indice S&P 500 (\$ US)**	Indice MSCI EAFE (\$ US)**	\$ CAN/\$ US (var. en %)**
2005	2,70	6,5	24,1	4,9	14,0	(3,3)
2006	4,01	4,1	17,3	15,8	26,9	0,2
2007	4,14	3,7	9,8	5,5	11,6	(14,4)
2008	2,35	6,4	(33,0)	(37,0)	(43,1)	22,1
2009	0,34	5,4	35,1	26,5	32,5	(13,7)
2010	0,57	6,7	17,6	15,1	8,2	(5,2)
2011	0,92	9,7	(8,7)	2,1	(11,7)	2,3
2012	0,95	3,6	7,2	16,0	17,9	(2,7)
2013	0,97	(1,2)	13,0	32,4	23,3	7,1
2014	0,91	8,8	10,6	13,7	(4,5)	9,4
2015	0,53	3,5	(8,3)	1,4	(0,4)	19,1
2016p	cible : 0,50	cible : 1,0	cible : 3,0	cible : 7,0	cible : 4,0	cible : -1,0 (0,73 \$ US)
fourchette	0,20 à 0,65	-2,0 à 4,0	-5,0 à 8,0	2,0 à 12,0	-8,0 à 10,0	-6,2 à 6,3

p : prévisions; * Univers obligataire FTSE TMX Canada; ** Dividendes inclus; *** Négatif = appréciation, positif = dépréciation.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques